



PROVENTIS

UNABHÄNGIGE FINANZMANUFAKTUR
FÜR DEN GEHOBBENEN MITTELSTAND

MBO – Management Buy-Out

„Der Proventis Praxis-Leitfaden für den
erfolgreichen Gesellschafterwechsel“

Der Management Buy-Out bietet
Käufern wie Verkäufern viele Vorteile
und wird durch professionelle
Investoren unterstützt.
Aus unserer langjährigen
Beratungspraxis haben wir die
wichtigsten Elemente zu dem Thema
übersichtlich aufbereitet, um einen
schnellen Einstieg zu ermöglichen.

AGENDA

Transaktionsanlässe

- ✓ Wann eignet sich ein MBO?

Begriffsdefinitionen

- ✓ Welche Arten des MBO gibt es?

Unternehmensbewertung

- ✓ Wie ermittelt man den Unternehmenswert?
- ✓ Wie überbrückt man Preis- und Wertvorstellungen?

Finanzierung

- ✓ Wie finanziert man den Kaufpreis?

Gesellschaftsrechtliche Struktur

- ✓ Welche rechtliche Struktur ist üblich?

Steuerliche Parameter

- ✓ Welche steuerlichen Parameter sind zu beachten?

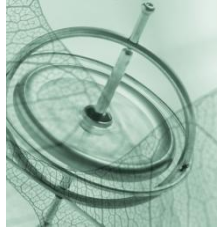
Terms & Covenants

- ✓ Welche Auflagen sind von Eigen- und Fremdkapitalinvestoren zu erwarten?

Transaktionsprozess

- ✓ Wie verläuft ein MBO-Prozess?

Der MBO bietet Managern einen Schnellstart in das Unternehmertum und Verkäufern eine „kontrollierte“ Nachfolge.



Motivation des Käufers

- **Selbst unternehmerisch tätig werden**
Der Unternehmer kann eigene Ideen und Konzepte durchsetzen
- **Finanzieller Anreiz**
Durch die Übernahme des Unternehmens partizipiert der Manager an der Steigerung des Unternehmenswerts
- **Risikoeinschätzung**
Der Käufer hat ein geringeres bzw. überschaubareres Risiko als bei einer üblichen Unternehmensgründung, da er genaue Kenntnis der Risiken und Schwächen hat
- **Insiderwissen**
Führungskräfte verfügen über profunde Unternehmenskenntnisse. Das hat zur Folge, dass sich Verkaufsverhandlungen erheblich einfacher gestalten lassen. Das Risiko späterer Inanspruchnahme des Verkäufers kann deutlich reduziert werden.



- Übernahme stabiler Strukturen
- Bestehendes Geschäft mit überschaubarem Risiko
- Partizipation am Unternehmensgewinn und -wert

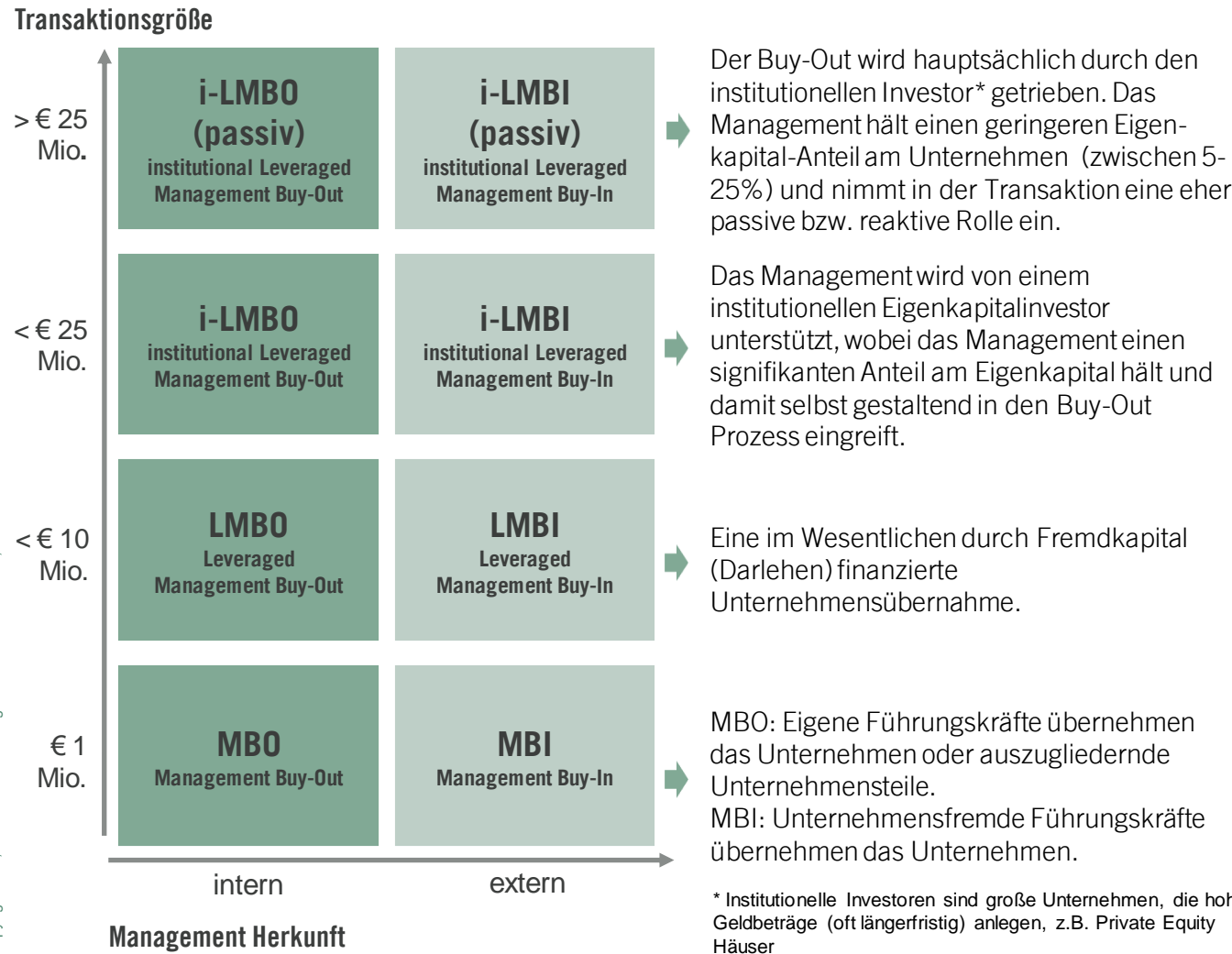
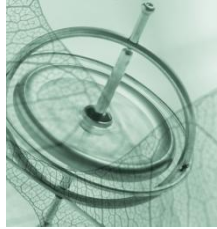
Motivation des Verkäufers

- **Inkongruenz mit Konzernstrategie/Gesamtkonzeption**
Großunternehmen konzentrieren sich heute zunehmend auf ihre Kerngeschäftsfelder, da Unternehmenskonglomerate an den Börsen regelmäßig mit Abschlägen bewertet werden.
- **Alternative zu Betriebsstilllegung / Unternehmenserhalt**
Der Verkauf an das Management mag in den meisten Fällen am Ehesten für eine Unternehmenskontinuität sorgen. Das Unternehmen bleibt in der bestehenden Form erhalten.
- **Unternehmensnachfolge**
Steht im familiengeführten Betrieb kein geeigneter Nachfolger bereit, bietet die Übergabe der Geschäfte an das Management eine Erfolg versprechende Lösung
- **Erhöhung der flüssigen Mittel**
Benötigt der Verkäufer Mittel für andere (Kern-) Geschäftsfelder, ist oft der Verkauf eines Unternehmensteils eine favorisierte Möglichkeit



- Überführung in „gute Hände“ / reibungsloser Übergang
- Hohe Transaktionssicherheit durch bekannten Käufer
- Niedriger Due Diligence-Aufwand

Je nach Herkunft des Managements gibt es den Management Buy-In oder Management Buy-Out. Größere Deals werden über Fremdkapital (Leveraged MBO) oder Private Equity (institutional MBO) finanziert.



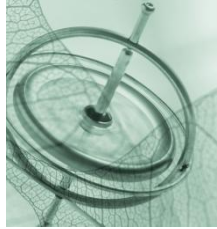
Erläuterungen

Leveraged Buy-Out

- Eine teilweise durch Fremdkapital finanzierte Unternehmensübernahme
- Dieses Fremdkapital basiert in erster Linie auf der Finanzkraft des Übernahmeobjektes und nicht – wie beim konventionellen Unternehmenserwerb – auf der Finanzkraft und der Kreditwürdigkeit des Käufers.
- Das neue Management und die Kapitalgeber setzen darauf, dass die Gesamtinvestitionsrendite über den Fremdkapitalkosten liegt.
- Diese Finanzierungstechnik erlaubt es dem Management auch große Unternehmen zu übernehmen.

Sonderform: Owners Buy-Out

- Der Owners-Buy-Out stellt eine Sonderform des Buy-Outs dar, bei der der Eigentümer seine Geschäftsanteile an eine Erwerbengesellschaft (gestaffelt) verkauft, an der er sich selbst wieder rückbeteiligt.
- So partizipiert er weiter anteilig am Unternehmenserfolg und kann sich schrittweise aus dem Management verabschieden bzw. gewinnt Zeit bei der Suche nach einem geeigneten Nachfolger



Die Multiple-Methode ist die anerkannte Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes.

Die Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes sind sehr unterschiedlich, da es kein allgemein verbindliches Verfahren gibt. Nachfolgend werden die gängigen Bewertungsmethoden kurz genannt und erklärt.

Ertragswertmethode

- Die Ertragswertmethode ist für Unternehmen aller Branchen und Größe anwendbar.
- Die zukünftigen Gewinne des Unternehmens stehen hier im Vordergrund.
- Der Ertragswert setzt sich zusammen aus den geschätzten zukünftigen Erträgen der folgenden Jahre und dem so genannten Kapitalisierungszinsfuß, mit dem die geschätzten Erträge abgezinst werden.

Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode)

- Bei der DCF-Methode werden im Unterschied zum Ertragswertverfahren nicht die zukünftigen Gewinne, sondern der zukünftige Cashflow abgezinst.
- Der Cashflow zeigt an, wie viel eigen erwirtschaftetes Geld dem Unternehmen für Investitionen, Kredittilgung, Steuern, Ausgleich von Liquiditätsengpässen usw. zur Verfügung steht.

Substanzwertmethode

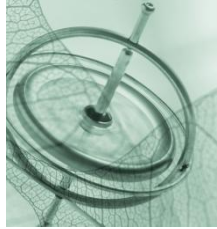
- Der Wert der einzelnen Vermögensgegenstände wie z.B. Grundstücke, Maschinen und Vorräte stehen bei der Substanzwertmethode im Vordergrund.
- Das Substanzwertverfahren spielt bei der Unternehmensbewertung eine untergeordnete Rolle, da es nichts über die zukünftigen Erträge aussagt.

Multiple-Methode (Vergleichswertverfahren)

- Der Unternehmenswert wird aus Kapitalmarktdaten oder realisierten Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen ermittelt.
- Der Vergleich wird mittels des Verhältnisses zentraler Unternehmenskennzahlen (Multiples, z.B. EBIT, Jahresüberschuss, Umsatz) gezogen.



In der Praxis hat sich die Multiple Methode als gängigste Methode bei der Preisermittlung Cashflow-positiver Unternehmen etabliert.



Bei der Multiple-Methode wird der Wert des Unternehmens durch Ableitung aus dem Marktwert von Vergleichsunternehmen bestimmt. Die Berechnung erfolgt in vier Schritten:



Das Praxisbeispiel zeigt, wie man Multiples, Unternehmenswert und den Kaufpreis (Wert des Eigenkapitals) berechnet.



1

Identifikation von Vergleichsunternehmen

- Aufbereitung der Daten aus den Vergleichsunternehmen.
- Dazu werden jeweils Unternehmenswert und EBIT ermittelt.*

Vergleichsunternehmen	Unternehmenswert	EBIT
Unternehmen 1	4,0	1,0
Unternehmen 2	8,0	2,0
Unternehmen 3	5,0	1,0
Unternehmen 4	3,0	0,5
Unternehmen 5	3,0	0,5

* Die folgende Seite beschäftigt sich intensiv mit der Berechnung geeigneter Multiples

2

Ermittlung der Multiples

- Der Multiple der einzelnen Vergleichsunternehmen wird errechnet, indem der EBIT im Verhältnis zum Unternehmenswert genommen wird (U'Wert / EBIT).
- Um anschließend einen Gesamtmultiple zu erhalten wird aus den einzelnen Multiples der Median berechnet.

	Unternehmenswert	EBIT	EBIT-Multiplikator
U' 1	4,0	1,0	4,0
U' 2	8,0	2,0	4,0
U' 3	5,0	1,0	5,0
U' 4	3,0	0,5	6,0
U' 5	3,0	0,5	6,0
Median			5,0

3

Berechnung des Unternehmenswerts

- Der über die Vergleichsmultiples errechnete EBIT-Multiple von 5 wird mit dem EBIT des eigenen Unternehmens multipliziert.
- Im Beispiel liegt das EBIT bei 2,5. Multipliziert mit 5 errechnet sich ein Unternehmenswert von 12,5.

GuV	
Umsätze	10,0
./. Mat. Aufwand	4,5
./. Pers. Aufwand	1,5
./. Sonst. betr. Aufwand	1,0
./. Abschreibung	0,5
EBIT	2,5
EBIT	2,5
x Multiplikator	5,0
= Unternehmenswert	12,5

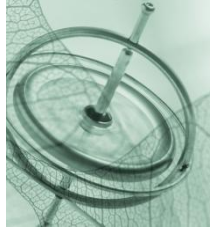
4

Berechnung des Kaufpreises

- Für die Berechnung des Eigenkapitalwertes bzw. des Kaufpreises sind zusätzlich die NFV (Zinstragende Verbindlichkeiten abzgl. Liquide Mittel) zum Abzug zu bringen; im Beispiel betragen die NFV 2,5
- Der Eigenkapitalwert errechnet sich nun folgendermaßen:

Bilanz			
Aktiva		Passiva	
AV	5,0	EK	5,0
UV	4,5	zinstragende	
Liquide Mittel		Verbindl.	3,0
	0,5	Sonst.	2,0
BS	10,0	BS	10,0
Unternehmenswert		12,5	
./. NFV		2,5	
= Wert des EK		10,0	

Um sich einen schnellen Überblick über den Wert des Unternehmens zu verschaffen, stehen in Datenbanken verschiedene Multiples zur Verfügung



indikatives Beispiel

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*				Experten-Multiples Mid-Cap*				Experten-Multiples Large-Cap*			
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
			von	bis	von	bis	von	bis	von	bis	von	bis		
Beratende Dienstleistungen	-	-	5,9	7,5	0,51	1,00	7,0	8,8	0,62	1,35	7,2	10,0	0,66	1,62
Software	14,4	3,55	6,3	9,0	0,69	1,45	6,3	9,3	0,76	1,56	7,5	11,0	0,85	1,83
Telekommunikation	16,4	1,27	5,2	7,8	0,51	1,07	5,9	7,8	0,66	1,29	6,0	8,3	0,71	1,55
Medien	10,0	1,19	6,4	8,5	0,64	1,20	7,5	9,4	0,83	1,50	7,6	10,3	0,68	1,82
Handel und E-Commerce	10,4	0,79	5,7	9,0	0,44	0,96	6,4	8,7	0,47	1,26	6,6	9,4	0,62	1,42
Transport, Logistik und Touristik	9,4	0,56	5,1	7,4	0,39	1,10	6,1	8,4	0,49	1,28	6,8	9,4	0,63	1,24
Elektrotechnik und Elektronik	8,8	0,72	5,3	7,6	0,43	0,79	6,1	7,9	0,56	0,89	6,9	8,8	0,58	0,94
Fahrzeugbau und -zubehör	3,9	0,96	5,3	7,6	0,39	0,73	6,2	7,7	0,45	0,80	5,9	8,4	0,48	0,87
Maschinen- und Anlagenbau	11,7	0,97	5,0	6,9	0,39	0,69	5,6	8,0	0,53	0,88	5,8	8,8	0,49	0,92
Chemie und Kosmetik	9,3	1,22	6,4	9,0	0,54	0,95	7,3	10,0	0,72	1,24	7,1	10,5	0,66	1,41
Pharma	12,6	2,92	6,0	9,1	0,69	1,40	6,8	11,1	0,76	1,46	8,1	12,3	0,90	1,88
Textil und Bekleidung	9,0	0,94	4,4	7,0	0,39	0,77	5,7	7,9	0,55	0,96	5,9	8,7	0,49	1,03
Nahrungs- und Genussmittel	10,4	0,45	5,1	7,2	0,50	0,76	6,1	9,3	0,56	0,95	6,4	10,1	0,65	0,98
Gas, Strom, Wasser	11,2	1,38	5,9	8,0	0,66	0,99	7,0	9,0	0,74	1,30	7,2	9,9	0,85	1,40
Umwelttechnologie und Erneuerbare Energien	-	-	5,3	8,0	0,48	0,93	6,9	9,2	0,73	1,30	6,4	9,2	0,64	1,38
Bau und Handwerk	10,7	1,55	3,6	5,6	0,26	0,51	4,4	6,2	0,38	0,63	4,9	7,2	0,46	0,86

* Unterscheidung nach Unternehmensgröße

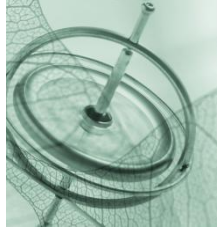
Small-Cap: Unternehmensumsatz < 50 Mio. Euro

Mid-Cap: 50-250 Mio. Euro

Large-Cap: > 250 Mio. Euro

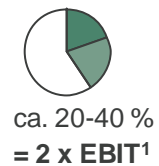
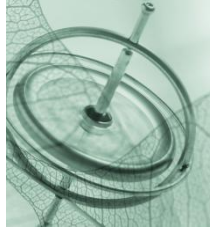
Quelle: Finance Magazin, <http://www.finance-research.de/pdf/Multiples.pdf>

Üblicherweise divergieren Kaufpreisvorstellungen des Käufers und Wertvorstellungen des Verkäufers. Hierfür gibt es bewährte Methoden, um die Unterschiede durch Strukturierungen zu überbrücken.

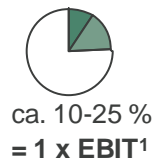


Copyright 2009, keine Gewährleistung durch Proventis GmbH, München

Für einen MBO kommt das Instrumentarium der Akquisitionsfinanzierung zum Tragen. Hierbei werden Fremdkapital-, Mezzanine und Eigenkapitalkomponenten strukturiert.

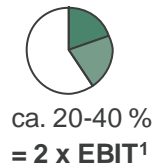


Eigenkapital



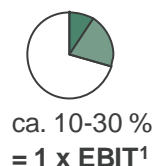
Verkäuferdarlehen

Mezzanine Kapital



Fremdkapital Senior Loan B

Fremdkapital Senior Loan A



Earn Out

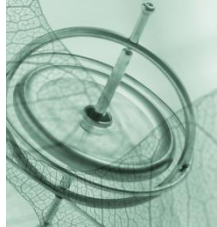
Quelle	Erwartete Rendite	Sicherheiten	Motivation
MBO-Management, Gesellschafter, Private Equity	20-30 %	Keine	<i>Manager:</i> unternehmerisch tätig werden <i>Finanzinvestor:</i> Wertsteigerung
Verkäufer (ausscheidender Gesellschafter)	5-15 %	i.d.R. keine	Commitment gegenüber dem neuen Gesellschafter
Anbieter von Standard- bzw. Individualprogrammen (z.B. Banken), Private Equity, Hedge-Fonds	10-15 %	i.d.R. keine	Zinsen und Partizipation an Wertsteigerung (Equity Kicker)
Universalbanken	6-9 % ²	i.d.R. keine, da abhängig vom Cashflow ³	Zinsen
Earn Out	0 %	i.d.R. keine	Commitment gegenüber dem neuen Gesellschafter



Für eine typische „Leveraged Finanzierung“ können bereits 30 % Eigenkapital ausreichen.

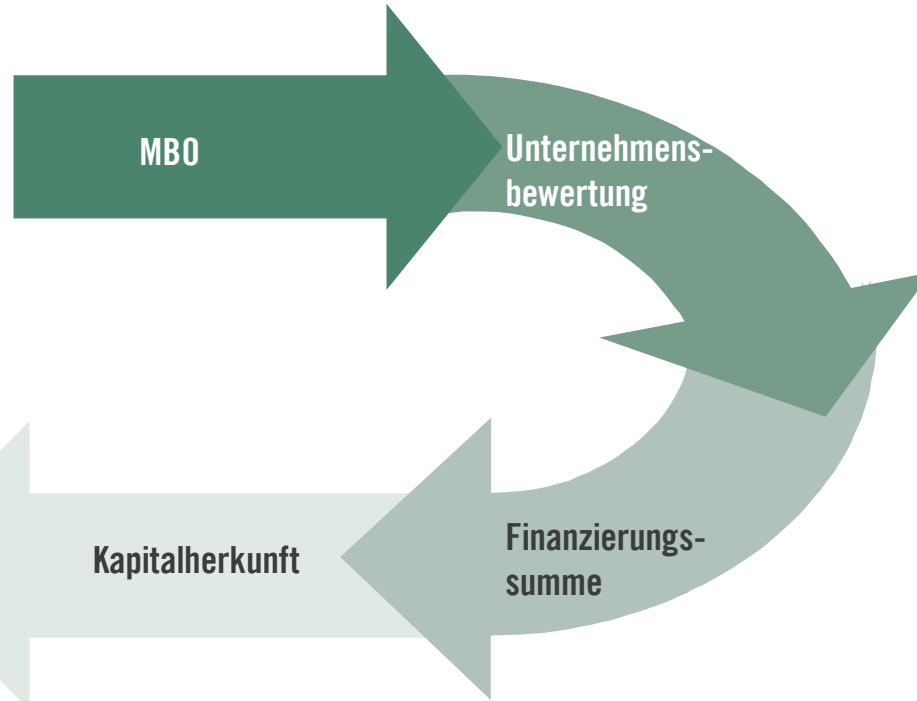
¹ Kapitalaufnahme im Verhältnis zum EBIT, bei einem Kaufpreis von 6 x EBIT (ein Kaufpreis von 6 x EBIT ist ab einem Unternehmenswert von € 10 Mio. oder entsprechend guter Ertragslage realisierbar); EBIT = Earnings Before Interest and Tax (Betriebsergebnis)
² Berechnung: 300 Basispunkte (BP) über EURIBOR (EURIBOR 12 Monate vom September 2008: 5,3 % zuzgl. 300 BP = 8,3 %); Höhe des Aufschlags abhängig vom Rating bzw. der Bonität des Kreditnehmers; bei Stellung von Sicherheiten geringerer Zinssatz möglich

Copyright 2009, keine Gewährleistung durch Proventis GmbH, München



Teile des Kaufpreises werden regelmäßig über Verkäuferdarlehen oder Earn-Out-Regelungen abgedeckt – ein Praxisbeispiel:

MBO: Erwerb des selbstständigen Unternehmens von den Altgesellschaftern in Form eines MBO



Unternehmensbewertung: Der rechnerische Wert des Eigenkapitals beträgt EUR 10 Mio. (siehe vorangegangenes Beispiel).

- Mit einer EK-Basis von über 33% wird die Finanzierung auf eine solide Basis gestellt
- Je stärker die Eigenkapitalbasis, desto höher ist der Finanzierungsspielraum für die Zukunft
- Durch eine Earn-Out-Regelung wird ein Teil des Kaufpreises erst zu einem späteren Zeitpunkt fällig (normalerweise bei Erreichen bestimmter vorher definierter Ziele bzw. Milestones)

Finanzierungssumme: Aus der Bilanz lassen sich die Verbindlichkeiten ablesen, die beim Kauf des Unternehmens zusätzlich finanziert werden müssen. Dies sind das Bankdarlehen sowie der Betriebsmittelkredit.

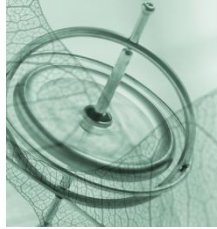
Die gesamte **Finanzierungssumme** stellt sich wie folgt dar:

Kapitalherkunft = Finanzierung des Kaufpreises:

MBO-Manager	0,2
Institutioneller Investor	
<i>Eigenkapital</i>	1,8
<i>Mezzanine Kapital</i>	1,5
Verkäufendarlehen	1,0
Bank Darlehen	5,5
Earn Out	3,0
Gesamt	13,0

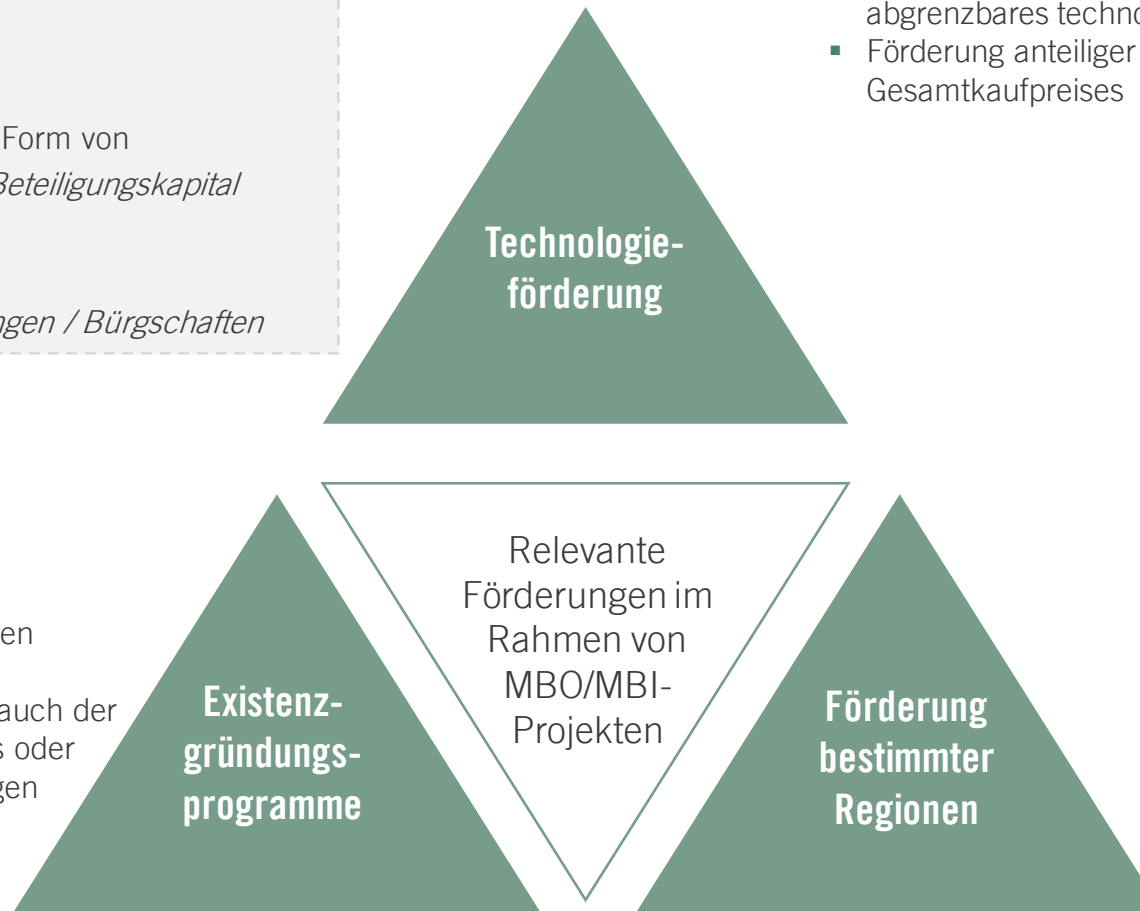
Kaufpreis	10,0
Bank Darlehen	2,0
Betriebsmittelkredit	1,0
Gesamt	13,0

Im Rahmen der Finanzierung unternehmensgesteuerter MBO/MBI-Vorhaben kommt den Mitteln aus staatlichen Existenzgründungsprogrammen eine wesentliche Bedeutung zu.



- ➔ Förderprogramme werden aufgelegt von
 - ✓ der EU,
 - ✓ dem Bund und
 - ✓ den Ländern.
- ➔ Gewährt werden sie in Form von
 - ✓ Eigenkapital und Beteiligungskapital
 - ✓ Zuschüssen
 - ✓ Darlehen
 - ✓ Haftungsfreistellungen / Bürgschaften

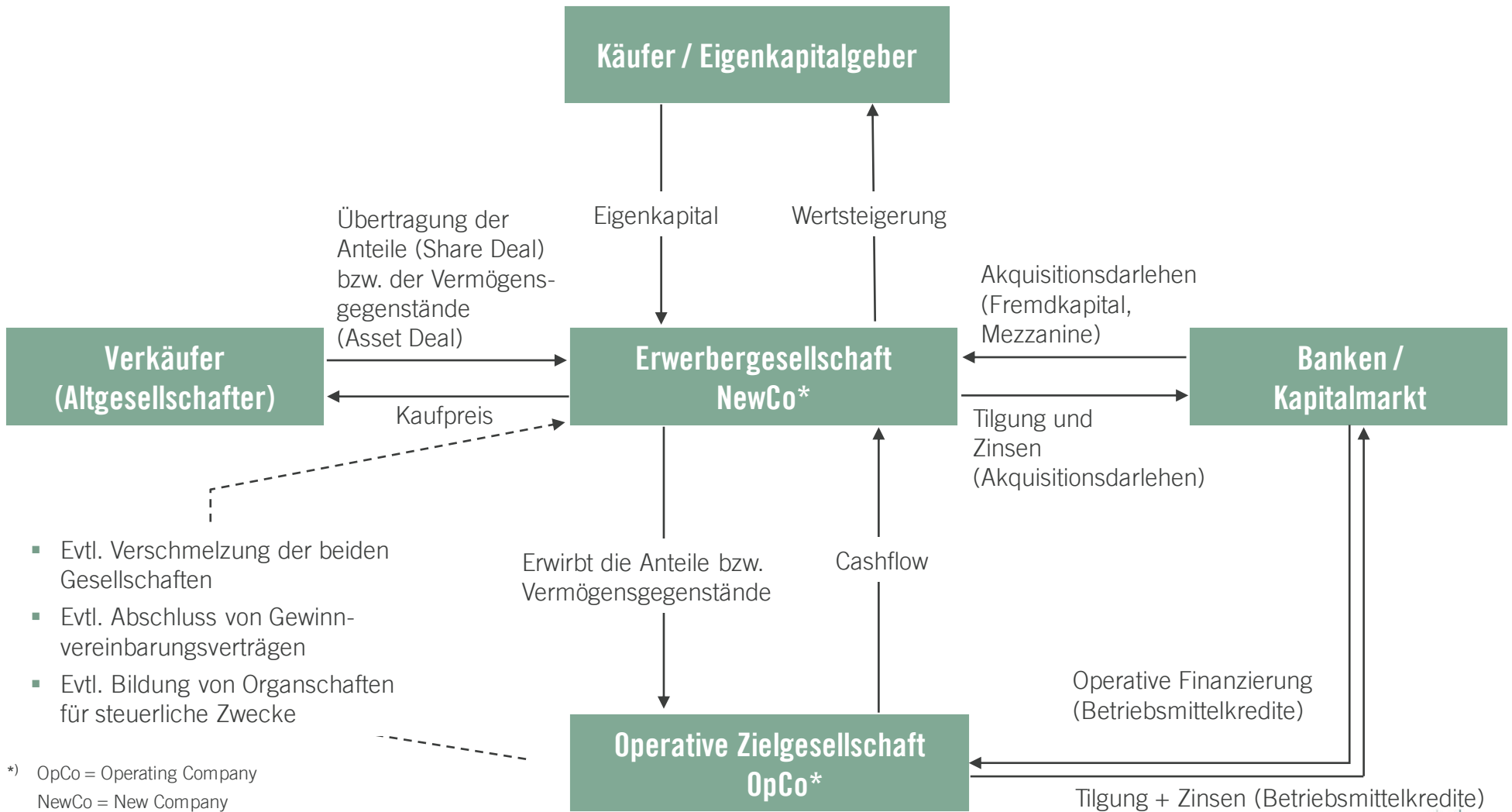
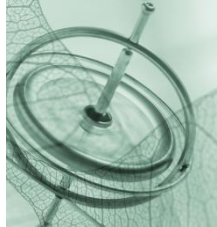
- Das Zielunternehmen verfügt über eine eigene Forschungs- und Entwicklungsabteilung oder ein abgrenzbares technologisches Projekt
- Förderung anteiliger Projektkosten im Rahmen des Gesamtaufpreises



- Förderung einer erstmaligen Existenzgründung
- als Existenzgründung gilt auch der Kauf eines Unternehmens oder die Übernahme einer tätigen Beteiligung.
- Beispiel: *ERP-Existenzgründungsprogramm der KfW*

- Region mit schwacher Wirtschaftskraft
- Unternehmen stellt Güter her oder erbringt Leistungen
- Übernehmender Betrieb von Stilllegung bedroht
- Sicherung von Arbeitsplätzen

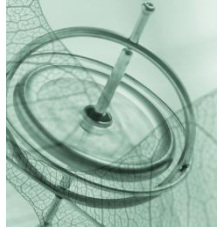
Die gesellschaftsrechtliche Strukturierung eines LMBO optimiert Haftung, Unternehmensanteile, Sicherheiten und die Besteuerung der Transaktion.



- Evtl. Verschmelzung der beiden Gesellschaften
- Evtl. Abschluss von Gewinnvereinbarungsverträgen
- Evtl. Bildung von Organschaften für steuerliche Zwecke

*) OpCo = Operating Company
NewCo = New Company

Steuerliche Parameter sind durch den Einsatz geeigneter Vehikel unkritisch. Folgende Themen sind bei einem MBO grundsätzlich zu beachten:



Abschreibungspotenzial

- Share Deal: keine Abschreibungs-möglichkeiten des Kaufpreises
- Asset Deal: volle Abschreibung der Assets möglich, deshalb Allokation des Kaufpreises auf schnellabschreibbare Assets (z.B. Umlaufvermögen)

Anrechenbarkeit der Zinsaufwendungen

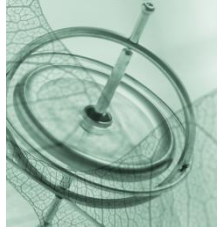
- Volle Anrechenbarkeit bei Kapitalgesellschaften (sofern NewCo-OpCo-Struktur vorliegt) vs. natürliche Personen (nur zu 50% abziehbar)
- Zinsschranke (siehe Beispiel auf der nächsten Seite)

Besteuerung der Veräußerungserlöse beim Verkäufer

- Share Deal: Kapitalgesellschaften faktisch zu 95% Gewerbesteuer- und körperschaftssteuerfrei
- Asset Deal: Voll steuerpflichtig auf Ebene der Kapitalgesellschaft; gewerbesteuerpflichtig und körperschaftssteuerpflichtig

Verlustvorträge

Ausnutzung von Verlustvorträgen (Bei einem MBO von geringer Bedeutung, da die Verlustvorträge ab einem Erwerb über 50% der Unternehmensanteile wegfallen)



Bei kleinen und mittleren Transaktionen findet die Zinsschranke keine Anwendung.

Im Rahmen der Steuerreform können Einschränkungen bei der steuerlichen Geltendmachung der Zinserträge entstehen.

Bei folgenden Gegebenheiten ist jedoch ein vollständiger Abzug der Zinsen bei der Einkommensteuer und der Körperschaftsteuer möglich:

- ✓ Die Nettoszinsaufwendungen bleiben im Wirtschaftsjahr unter € 1 Mio.
- ✓ Der Betrieb ist nicht oder nur anteilmäßig konzernzugehörig
- ✓ Die maßgebliche Eigenkapitalquote des Betriebs unterschreitet die des Konzerns nicht um mehr als einen Prozentpunkt
- ✓ Die Nettoszinsaufwendungen (Zinsaufwendungen abzgl. Zinserträge) überschreiten nicht 30% des steuerlichen EBITDA

Beispielrechnung:

(alle Angaben in Mio. EUR)

Übernahme der OpCo durch die NewCo, wobei die Übernahme folgendermaßen finanziert wird:

Kaufpreis	10,0
Ablösung Bank Darlehen	2,0
Betriebsmittelkredit	1,0
Gesamt	13,0

Die Bilanzen von NewCo und OpCo stellen sich wie folgt dar:

Bilanz OpCo

Aktiva		Passiva	
AV	5,0	EK	5,0
UV	4,5	Bk.Darlehen*	2,0
Liquide		Betr.mittel**	1,0
Mittel	0,5	Sonst.	2,0
BS	10,0	BS	10,0

Bilanz NewCo

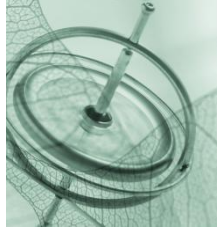
Aktiva		Passiva	
Assets	10,0	EK	2,0
		Mezzanine	1,5
		Vk.Darlehen	1,0
		Bk.Darlehen	5,5
BS	10,0	BS	10,0

Aus der Bilanz ergeben sich folgende zinstragenden Verbindlichkeiten für die GuV*:

	Zinssatz	Betrag	Zinsen
Mezzanine Kapital	12%	1,5	0,18
Verkäuferdarlehen	6%	1,0	0,06
Bank Darlehen	7,5%	4,5	0,34
Betriebsmittelkredit	10%	1,0	0,10
Gesamt		8,0	0,50

* In diesem Fall bilden die beiden Unternehmen eine Organschaft, die nach § 15 Nr. 3 KStG als ein Betrieb gilt

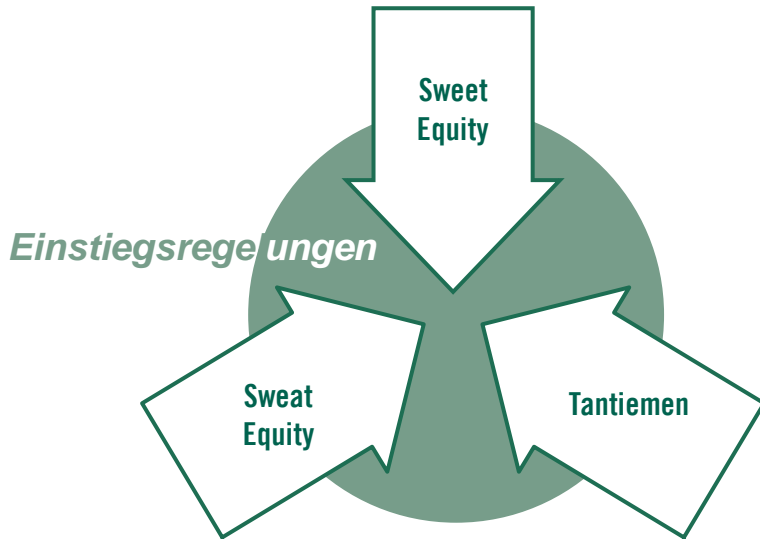
Zinstragende Verbindlichkeiten gesamt: EUR 0,5 Mio. < EUR 1 Mio. → Keine Anwendung der Zinsschranke



Ein- und Ausstiegsregelungen sollen einen hohen Anreiz für das Management bieten. Folgende Regelungen enthält ein gängiger Beteiligungsvertrag mit einem Finanzinvestor:

Sweet Equity

Damit der Manager mit einem signifikanten Anteil am Unternehmen beteiligt ist, zahlt der EK-Investor beispielsweise ein höheres Aufgeld beim Anteilswerb der NewCo im Vergleich zum Management oder die Gewährung weiterer Mezzanine-Mittel seitens des Finanzinvestors
Bei vorzeitigem Ausscheiden des Management durch eigenes Verschulden (bad leaver) oder unverschuldet (good leaver) wird ein Einzugsrecht (vesting) der Anteile vereinbart.



Sweet Equity

Das Management erhält im Vergleich zum Sweet Equity nur Options- oder Bezugsrechte auf den Erwerb von Anteilen zu einem bestimmten Anteilspreis („strike price“).
Das Management muss sich die Anteile erst durch „Schweiß“ verdienen („sweat equity“), indem es gewisse Erfolgsziele erreicht

Tantiemen

Frei gestaltbare Tantiemen werden häufig als weiterer Leistungsanreiz gezahlt.

Mitveräußerungsrechte/-pflichten

Die Realisierung eines gemeinsamen Ausstiegs lässt sich folgendermaßen realisieren:
Das *Mitveräußerungsrecht* (take-along-Klausel) berechtigt die Minderheits-gesellschafter ihre Anteile zu gleichen Bedingungen zu verkaufen, zu denen der Mehrheitsgesellschafter verkauft.
Die *Mitveräußerungspflicht* (drag-along-Klausel) verpflichtet die Minderheits-gesellschafter bei einem Verkauf der Anteile durch den Hauptgesellschafter, die Anteile mitzuveräußern



Vorkaufsrecht

Um zu verhindern, dass Gesellschafter ihre Anteile an Dritte weiterveräußern und damit unerwünschte Gesellschafter eintreten, werden in die Verträge regelmäßig Vorkaufsrechte eingeräumt.
Ausscheidende Gesellschafter sind somit verpflichtet, ihre Anteile zuerst den Mitgesellschaftern anzubieten („Andienungspflicht“)

Exit-Absprachen (exemplarisch)

- Absprachen über Zeitdauer der Beteiligung
- Art des Exit (z.B. IPO-Initial Public Offering, Börsengang)
- Liquidation Preference: der Finanzinvestor wird im Exitfall bevorzugt, indem er sich vorab den absoluten Betrag der Beteiligung auszahlt



Eine Fremdkapital- oder Mezzanine-Finanzierung unterliegt folgenden Auflagen („Financial Covenants“), die an den jeweiligen Stichtagen („Testperioden“) gemäß dem Kreditvertrag einzuhalten sind.

Zinsdeckungsgrad	Cashflow Deckungsgrad	Nettoverschuldungsgrad	Eigenkapitalquote	Investitionen
Verhältnis des konsolidierten EBITDA zum konsolidierten Netto-Zinsaufwand (einschließlich Finanzierungskosten für Leasing, aber ohne die kapitalisierten Zinsen, z.B. für die Gesellschafterdarlehen).	Verhältnis des konsolidierten Netto Cashflows* der Testperiode zur geplanten Tilgungsleistung für die Testperiode.	Verhältnis der konsolidierten Nettoverschuldung für die Testperiode zum konsolidierten EBITDA für die Testperiode.	Anteil der Eigenmittel (wirtschaftliches Eigenkapital) an der (bereinigten) Bilanzsumme eines Unternehmens.	<ul style="list-style-type: none"> Die Investitionen basieren auf den Planwerten des Zielunternehmens; sie müssen zur Entwicklungspolitik des Unternehmens passen. Zu den Investitionen werden alle Investitionen in das immaterielle sowie materielle Sachanlagevermögen sowie Finanzvermögen gezählt.
$\text{Zinsdeckungsgrad} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Zinsaufwand}}$	$\text{Cashflow Deckungsgrad} = \frac{\text{Netto Cashflow}}{\text{Tilgung}}$	$\text{Nettoverschuldungsgrad} = \frac{\text{Nettoverschuldung}}{\text{EBITDA}}$	$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$	

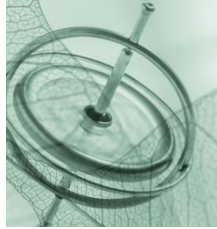
Beispiel Financial Covenants:

Financial Covenants	Zinsdeckungsgrad	Cashflow Deckungsgrad	Nettoverschuldungsgrad	Höhe der autorisierten Investitionen p.a.
am 30.6.2008 sowie am 31.12.2008	> 3,5	> 1	< 3,0	EUR 3,5 Mio.
am 30.6.2009 sowie am 31.12.2009	> 3,8	> 1	< 2,8	EUR 3,5 Mio.
am 30.6.2010 sowie am 31.12.2010	> 4,2	> 1	< 2,4	EUR 3,8 Mio.
am 30.6.2011 sowie am 31.12.2011	> 4,5	> 1	< 2,0	EUR 3,8 Mio.
am 30.6.2012 sowie am 31.12.2012	> 5,0	> 1	< 1,5	EUR 4,0 Mio.
am 30.6.2013 und darüber hinaus	> 5,0	> 1	< 1,0	EUR 4,0 Mio.

* Wird definiert als das konsolidierte EBITDA abzüglich der tatsächlich zu entrichtenden Steuerschulden, der Investitionen, abzüglich (zuzüglich) einer Veränderung des konsolidierten Working Capitals sowie abzüglich (zuzüglich) aller Aufwendungen (Erträge), die nicht zu einer Auszahlung (Einnahme) geführt haben und die nicht im EBITDA erhalten sind.

Copyright 2009, keine Gewährleistung durch Proventis GmbH, München

Darlehensverträge können weitere Covenants enthalten.



Informationen

Der Darlehensnehmer verpflichtet sich, der Bank jedes Jahr testierten Jahresabschlüsse des Unternehmens und der Tochtergesellschaft sowie regelmäßige Tätigkeits- und Ergebnisberichte zu liefern. Hierzu gehört auch, dass jede Veränderung der Geschäftslage der Bank mitzuteilen ist.

Dividenden

Dividenden an die Gesellschafter der NewCo dürfen erst ausgeschüttet werden, wenn die Senior Verbindlichkeiten getilgt sind.

Überschüssige Cashflows

Diese müssen ganz oder teilweise dazu verwandt werden, die Senior Verbindlichkeiten vorzeitig zu tilgen.

Gesellschafterkreis des Zielunternehmens („change of ownership clause“)

Bei einer Veränderung des Gesellschafterkreises des Zielunternehmens behält sich die Bank die vorzeitige Fälligkeit der Darlehen vor.

Aktiva

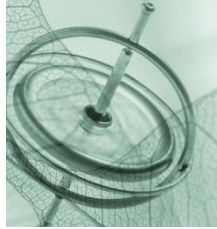
Diese Klausel soll verhindern, dass die Zielgesellschaft außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs Aktiva veräußert oder die Sicherheitsgrundlage zu Lasten des Hauptdarlehens schmälert.

Begrenzung der Neuverschuldung

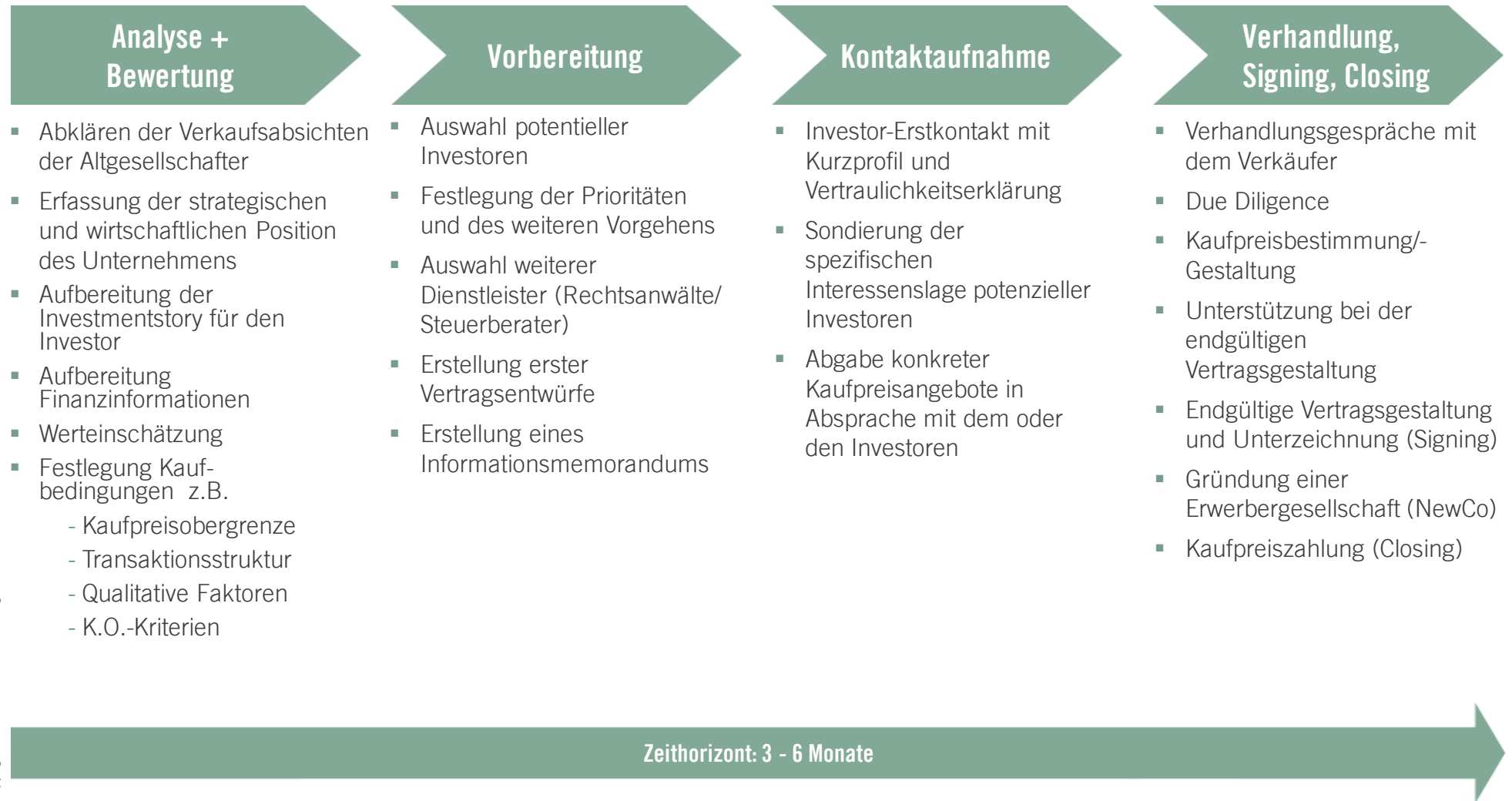
Eine Neuverschuldung der NewCo sowie ihrer Tochtergesellschaften wird ausgeschlossen bzw. auf Werte beschränkt, über die im Rahmen des Business Plans Einigkeit erzielt worden ist.

Lebensversicherung des Managements („Key Men Insurance“)

Die die Akquisition finanzierende Banken fordern regelmäßig, dass Teile ihrer Darlehen durch eine Lebensversicherung auf das Management abgesichert sind.



Der Prozess besteht aus vier Phasen und verspricht eine hohe Abschlusswahrscheinlichkeit.



Copyright 2009, keine Gewährleistung durch Proventis GmbH, München

WEITERE ASPEKTE ZUM THEMA

Weitere Aspekte und tiefer gehende Informationen zum Thema „Management Buy-Out“

- ✓ Broschüre: Mezzanine-Finanzierung
- ✓ Broschüre: Akquisitionsfinanzierung
- ✓ Post Merger Integration
- ✓ Link zu den Finance-Multiples: www.finance-research.de/multiples/index.php
- ✓ Handbuch für Recht und Praxis: Wolfgang Weitnauer – Management Buy-Out
- ✓ Praxis-Ratgeber Alternative Finanzierungsinstrumente
- ✓ LIQUIMETER-Broschüre

KONTAKT



PROVENTIS

DAS UNABHÄNGIGE
BERATUNGSHAUS
FÜR DEN GEHOBBENEN
MITTELSTAND

Proventis GmbH
Stollbergstr. 11
80539 München

Tel: +49 (0) 89 - 388 881-0
Fax: +49 (0) 89 - 388 881-77

info@proventis.com
www.proventis.com